

## ANEL TELEKOMÜNİKASYON ELEKTRONİK SİSTEMLERİ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.

## 3 MART 2015 TARİHLİ OLAĞANÜSTÜ GENEL KURUL TOPLANTI BAŞKANLIĞI'NA

**Konu :** Gündemin 2. Maddesi Kapsamındaki Teklif ve Öneri

Rıdvan Çelikel (ve ailesi) sahip olduğu imtiyazlı paylar sayesinde, halka açık her iki şirketin de (Anel Elektrik ve Anel Telekom'un) yönetim kontrolünü tümüyle elinde bulundurmaktadır.

Her iki şirketin de yönetim kontrolünü elinde bulunduran Rıdvan Çelikel, Anel Telekom'un çoğunluk hisselerini kaybettiği için bu şirket'in sahip olduğu değerli varlıkları (Markalar ve İş Merkezinin Çoğunluk Hisselerini) gerçek fiyatının çok altında bir bedelle (markaları sadece 500.000 TL fiyatla, İş Merkezinin %7,5 çoğunluk hissesini de sadece 4.125.000 TL fiyatla) diğer şirketine aktarmıştır. Bu işlemleri 11.07.2014 tarihli YK kararları ile yapmıştır. Her iki şirketin Yönetim Kurulu Rıdvan Çelikel ve onun belirlediği aynı kişilerden oluşmaktadır.

Yapılan örtülü kazanç aktarımı niteliğindeki işlemlerle halka açık şirket'in (Anel Telekom'un) içi boşaltmıştır. Anel Telekom'un içindeki en değerli varlıklar Anel Elektrik'e aktarıldıktan sonra da hakim ortak şirket'te kalan tüm paylarını satmak için MKK'ya başvuru yapmış ve sonrasında da hisselerini satmaya başlamıştır.

Anel Grubu'nun İstanbul Anadolu yakasında, Ataşehir Finans Merkezi'ne son derece yakın bir konumda yer alan çok değerli bir binası bulunmaktadır. Söz konusu bina Anelyapı Gayrimenkul A.Ş.'ye ait olup, Anel Yapı'nın %55 hissesi Anel Telekom'a aittir. Bu binanın yıllık kira geliri sadece 11-12 milyon TL civarındadır. Sadece kira gelirinden yola çıkarak dahi bu binanın çok değerli olduğunu görmek mümkündür. Anel Yapı, söz konusu binanın haricinde başka değerli gayrimenkullere de sahiptir.

Söz konusu satış işlemi öncesinde TSKB'ye değerlendirme çalışması yaptırılmıştır. Ancak şirket tarafından TSKB'ye eksik bilgi verilmiş ve yapılmak istenen işlemin niteliği açıklanmamıştır. TSKB tarafından hazırlanan değerlendirme raporunda, %7,5'lük hissenin devri ile kontrol gücü kaybedilmesine rağmen kontrol primi hesaplanmamıştır. Söz konusu rapor, AnelYapı'nın **kontrol primi içermeyen** %100'ünün değerini bulmaya yönelik bir çalışmadır. Şirket yönetimi burada kendince uyanıklık yapmıştır. **Değerlenen şey ile devredilen şey birbirinden farklıdır.**

Ayrıca, TSKB tarafından hazırlanan değerlendirme raporu 6 Mart 2014 tarihli olup hisse satışı 11 Temmuz 2014 tarihinde gerçekleştirilmiştir. Değerleme tarihi ile hisse satış tarihi arasında 5 Ay gibi uzun bir süre bulunmaktadır. Bu süre zarfında değerlemeye önemli ölçüde etkisi bulunan Borsa Çarpanları ve Avro / TL kuru Anel Telekom lehine önemli ölçüde değişmiş ancak bu değişiklikler hisse satış değerine yansıtılmamıştır. Sadece Avro / TL kuru değerlendirme tarihi ile satış tarihi arasında %10'a yakın düşüş göstermiştir. Bu da Anel Yapı'nın Avro cinsinden olan kredi borçlarının yaklaşık 10 milyon TL azalması ve Anel Yapı şirket değerinin söz konusu tutar kadar artması anlamına gelmektedir.

Bu nedenle SPK tarafından kontrol primi değerlemesi için TSKB'nin raporunun güncellenmesi ve ayrıca kontrol primi içeren yeni bir değerlendirme çalışması yapılması şirket'ten talep edilmiştir.

**Konu :** Gündemin 2. Maddesi Kapsamındaki Teklif ve Öneri

Ayrıca devredilen iştirak hisselerinin gerçeğe uygun değerinin tespit edilmesi amacıyla, talebimiz üzerine SPK lisanslı bağımsız ve tarafsız uzman bir kuruluş olan HLB Saygın Bağımsız Denetim ve S.M.M.M. A.Ş. (Ek1) tarafından değerlendirme çalışması yapılmış ve toplam şirket değerinin %20'si oranında ilave kontrol primi ödenmesi gerektiği açıkça beyan edilmiştir. Konu ile ilgili tüm değerlendirme çalışmalarının sonuçları aşağıdaki tabloda genel kurulun bilgisine sunulmaktadır.

Anel Yapı Değerleme Çalışmaları	TSKB Değerleme Raporu (Şirket'in Yaptırdığı)	Arkan&Ergin Değerleme Raporu (SPK'nın Talebi Üzerine Şirket'in Yaptırdığı)	TSKB Kontrol Primi Çalışması (SPK'nın Talebi Üzerine Yapılan)	HLB Saygın Değerleme Çalışması
Şirket Satış Değeri %7,5 hisse için 4.125.000 TL (Kontrol Primi Yok)	Toplam Özkaynak değeri 55,2 milyon TL (Kontrol Primi Hesaplanmamış)	Toplam özsermaye değeri 43,77 – 45,43 milyon TL Kontrol Primi %20	Kontrol Primi Değeri %20,50 (10.516.500 TL)	Toplam özsermaye değeri 47,95 milyon TL Kontrol Primi %20 = 9,83 milyon TL

Anel İş Merkezi'nin %7,5'lük kontrol gücüne sahip hissesi sadece 4.125.000 TL karşılığında Şirketten alınmıştır. İlk satış TSKB raporu baz alınarak yapıldığı için TSKB'nin revize kontrol primi çalışmasına göre bu hisseler için ilave **10.516.500 TL** ödenmesi gerekmektedir.

Bu çerçevede aşağıdaki hususun oylanmasını talep ve teklif ediyoruz:

**"Şirket'in Anel Yapı Gayrimenkul A.Ş.'nde sahip olduğu toplam 24.200.000 adet hisselerinin 3.300.000 adedinin Anel Elektrik Proje Taahüt Ve Ticaret A.Ş.'ne satışı neticesinde uğradığı asgari 10.516.500 TL tutarındaki zararın satış tarihinden itibaren işleyecek faizi ile birlikte tazmin edilmesi konusunda Sermaye Piyasası Kanunu uyarınca gerekli işlemlerin yapılması amacıyla Sermaye Piyasası Kurulu'na başvuruda bulunulması ve Sermaye Piyasası Kurulu kararını takiben Şirket Yönetim Kurulu üyeleri ve Anel Elektrik Proje Taahüt Ve Ticaret A.Ş. hakkında sorumluluk davası ile hukuken gerekli diğer davaların açılması"**

İş bu teklif ve önerimizin genel kurul tutanağına eklenmesini talep ediyoruz. **03 Mart 2015**

**VERUSATURK GİRİŞİM SERMAYESİ YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş. adına**

Mustafa Ünal



Ek:HLB Saygın Bağımsız Denetim ve S.M.M.M. A.Ş. Değerleme Raporu

Gizli ve Kişiyeye Özeldir

**ANELYAPI GAYRİMENKUL A.Ş.**  
**ŞİRKET DEĞERİ VE KONTROL PRİMİNİN**  
**TESPİTİNE İLİŞKİN DEĞERLEME RAPORU**

**21 OCAK 2015**

*[Handwritten signature]*

*[Handwritten signature]*



## İÇİNDEKİLER

	<u>Sayfa No</u>
Sunuş	3
Değerleme Çalışması Uygunluk Beyanı	5
Raporla İlgili Varsayım ve Sınırlamalar	6
1- Raporun Amacı ve Kapsamı	7
2- Değerleme Varsayımları	8
3- Şirket Hakkında Genel Bilgi	8
4- Değerlemede Kullanılan Belge ve Bilgiler	10
5- Değerlemeye Esas Şirket Mali Tabloları	11
6- Uygulanan Değerleme Yöntemleri	13
7- Şirket Değerinin Belirlenmesi	13
8- Kontrol Priminin Belirlenmesi	16
9- Değerlemenin Sonucu	18
10- Kaynaklar	19





**Saygın Yeminli Mali Müşavirlik  
ve Bağımsız Denetim A.Ş.**

25. Yıl (1990-2015)

*Gizli ve Kişiyeye Özeldir*

**Verusaturk Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.  
Yönetim Kurulu'na,**

Talebiniz üzerine, Anelyapı Gayrimenkul Anonim Şirketi'nin (Şirket veya ANELYAPI) 30.06.2014 tarihi itibarıyla "Özkaynak Değerini" ve "Kontrol Primini" de içeren % 7.5 oranındaki B grubu hisselerin rayiç değerinin tespitine ilişkin Değerleme raporumuzu hazırlamış bulunmaktayız.

Çalışmamız belirli bir satış veya alım önerisinde bulunmaya değil, yalnızca Yönetim Kurulu'nuzun karar vermesine yardımcı olacak bilgileri sağlamaya yöneliktir.

Şirket Değerlemesinde, Uluslararası Standartlar ve Genel Kabul Görmüş Değerleme İlkeleri (GKDI) çerçevesinde Davranış Kurallarının Ahlaki İlkeler, Yetkinlik, Açıklama ve Raporlama ile ilgili tüm bölümlerine uygun hareket edilmiştir. Değerleme Uzmanı değerlendirme raporunu oluştururken tarafsızlık ilkesine bağlı kalmıştır. Raporun kapsamı hiçbir fayda koşuluna bağlanmamış ve önyargısız olarak hazırlanmıştır.

Değerleme çalışmalarımız genel kabul görmüş denetim ilke, esas ve standartlarına göre bir denetimi veya inceleme çalışmasını içermemektedir. Değerleme çalışması, raporla ilgili varsayım ve sınırlamalarda izah edilen finansal ve diğer bilgilerin analiziyle ve değerlendirme tarihinde mevcut olan ekonomik ve piyasa koşullarıyla sınırlıdır.

Değerleme çalışmalarımız genel kabul görmüş değerlendirme ilke ve esaslarına göre dizayn edilmiştir. Değerleme işlemi, elde ettiğimiz hukuki, finansal ve diğer bilgilerin gözden geçirilip, değerlendirme tarihi itibarıyla hakim olan ekonomik ve finansal koşulların analizinden oluşmaktadır.

ANELYAPI'nın piyasa değeri hesaplanırken "Borsa Çarpanları" ve "Net Aktif Değer" yöntemleri kullanılarak Özkaynak Değeri'ne ulaşılmıştır. Ayrıca, ANELYAPI'nın %7.5 oranındaki hisse satışında "KONTROL PRİMİ" oluşup oluşmadığı incelenmiştir.



Sayfa 3



**Değerleme çalışmamızda, 30.06.2014 tarihi itibarıyla;**

- **ANELYAPI şirketi için 47,9 Milyon TL Özkaynak Değerine;**
- **%7,5'lük Hisse Satışında Özkaynak Değerinin en az % 20'si oranında (9,59 Milyon TL) Kontrol Primi oluşması gerektiği ve,**
- **Kontrol Primi'nin (9,59 Milyon TL) devre konu hisse değerine ayrıca eklenmesi gerektiği**

**sonuçlarına varılmıştır.**

Bu raporun sonuçları başka amaçlı hisse alım veya satımında, halka arzda ve/veya azınlık hisselerinin satışında oluşabilecek değerlere göre önemli farklılık gösterebilir. Bu nedenle raporumuzun amaçlanan kapsamı dışında kullanılması yanıltıcı sonuçlar doğurabilir. Bu tür sonuçlardan Şirketimiz veya çalışanları hiçbir şart ve şekilde sorumlu tutulamaz.

Bu rapor sadece yukarıda birinci paragrafta belirtilen amaç ile ilgili olarak bilginiz için hazırlanmış olup başka bir amaç için kullanılamaz. Başka şahıslar tarafından kullanılması durumunda HLB Saygın Yeminli Mali Müşavirlik ve Bağımsız Denetim A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

İstanbul, 21.01.2015

**HLB Saygın Yeminli Mali Müşavirlik ve Bağımsız Denetim A.Ş.**  
**Servet Eyüpgiller**  
**Sorumlu Denetçi**



*Servet Eyüpgiller*



**Saygın Yeminli Mali Müşavirlik  
ve Bağımsız Denetim A.Ş.**

Gizli ve Kişiyeye Özeldir

25. ci Yıl (1995)

## DEĞERLEME ÇALIŞMASI UYGUNLUK BEYANI

Sermaye Piyasasında Uluslararası Değerleme Standartları Hakkında (Seri: VIII, No: 35, Seri VIII, No: 45) Tebliğler çerçevesinde;

Şirketimizin değerlendirme çalışmalarını icra ederek raporlamaya yeterli ayrı bir Kurumsal Finans Bölümünün ve değerlendirme prosedürlerinin, gerekli araştırma ve değerlendirme altyapısının bulunduğunu,

Çalışmanın teknik altyapısını oluşturacak donanımına sahip olduğunu.

Verusaturk Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. (Verusaturk) ve Anelyapı Gayrimenkul A.Ş. ile aramızda doğrudan veya dolaylı olarak sermaye ve yönetim ilişkisi bulunmadığını.

Söz konusu şirketlerin denetim veya diğer hizmetlerini gerçekleştirmediğimizi.

Bu çalışmanın Verusaturk ile aramızda imzalanmış bulunan 29.12.2014 tarihli değerlendirme hizmeti sözleşmesi kapsamında gerçekleştirildiğini beyan ederiz.

**HLB Saygın Yeminli Mali Müşavirlik ve Bağımsız Denetim A.Ş.**

**Servet Eyüpgiller  
Sorumlu Denetçi  
Yönetim Kurulu Başkanı**



*Servet Eyüpgiller*

Global in Reach, Local in Touch

Sayfa 5

**İstanbul** : Barbaros Bulvarı 81/1 (34353) Beşiktaş/İstanbul/TÜRKİYE Tel: +90(212) 232 50 19 Fax: +90(212)261 76 99

**İzmir** : 144 Sokak 8/5 (35220) Alsancak /İzmir/TÜRKİYE Tel: +90(232)464 39 40 Fax: +90(232)464 39 19

Web site : <http://www.hlbsaygin.com.tr> E-Posta : [mailbox@hlbsaygin.com.tr](mailto:mailbox@hlbsaygin.com.tr)

HLB Saygın Yeminli Mali Müşavirlik ve Bağımsız Denetim A.Ş. Dünyaya yaygın muhasebe firmaları ve danışmanlık örgütü HLB International'ın üyesidir.  
A member of HLB International. A world-wide network of independent accounting firms and business advisers.

# ANELYAPI GAYRİMENKUL ANONİM ŞİRKETİ ŞİRKET DEĞERİ VE KONTROL PRİMİNİN TESPİTİNE İLİŞKİN DEĞERLEME RAPORU

Gizli ve Kişiyeye Özeldir

## Raporla İlgili Varsayım ve Sınırlamalar

Raporumuz aşağıdaki varsayım ve sınırlamalardan oluşmaktadır:

1. Değerleme Raporumuzda, şirket mali durumu ve yapısı ile ilgili olarak, Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP)'nda yayımlanan 22.12.2014 tarihli Arkan Ergin Uluslararası Bağımsız Denetim ve SMMM A.Ş. tarafından hazırlanan ANELYAPI Gayrimenkul A.Ş. Değerleme Raporu'nda, 6.3.2014 tarihli TSKB ANELYAPI Gayrimenkul A.Ş. Değerleme Raporu'nda ve 16.12.2014 tarihli TSKB ANELYAPI Gayrimenkul A.Ş. Kontrol Primi Hesabı Raporu'nda yer alan veriler kullanılmıştır.
2. Şirket'in asgari olarak mevcut faaliyetlerine aynen devam edeceği varsayılmıştır.
3. Bu değerlendirme çalışması, bir özel durum tespit (due-diligence) çalışması değildir.
4. Kullanmış olduğumuz değerlendirme yöntemlerinde, değer biçilen sabit kıymet ve çeşitli aktiflerin kanuni durumları hakkında ipotek ve irtifak hakkını da içeren diğer kanuni konularda herhangi bir denetim çalışması tarafımızdan yürütülmemiş olup, bu konularda sorumluluk kabul edilmemektedir. Aksi belirtilmedikçe, mevcut aktiflerin iyi ve satılabilir durumda olduğu ve raporumuzda belirtilen dışında aktifler üzerinde herhangi bir haciz, ipotek ve irtifak hakkı bulunmadığı varsayılmaktadır.
5. Üçüncü şahıslar tarafından sağlanan bilgilerin güvenilir olduğu kabul edilmiş ve raporda belirtilenlerin dışında bu bilgilerin doğruluğu denetlenmemiştir.
6. Bu rapor sadece belirtilen amaç için hazırlanmış olup, herhangi başka bir amaç için kullanılması uygun değildir.
7. Piyasa şartlarındaki değişikliklerden dolayı herhangi bir sorumluluk kabul edilmemekte ve Rapor tarihinden sonra meydana gelen olay ve şartların etkilerini yansıtmak amacıyla raporun revize edilmesi konusunda bir yükümlülük bulunmamaktadır.
8. Aksi belirtilmedikçe, tüm ilgili mevzuata tam uygunluk varsayılmıştır.
9. Aksi belirtilmedikçe, tüm tutarlar Türk Lirası (TL) olarak sunulmuştur.
10. Üçüncü şahıslar tarafından sağlanan ve bu değerlemenin tümü yada bir bölümüne esas teşkil eden kamuya açık bilgilerin güvenilir olduğu varsayılmış ve Raporda belirtilenlerin dışında doğruluğu denetlenmemiştir.



**ANELYAPI GAYRİMENKUL ANONİM ŞİRKETİ  
ŞİRKET DEĞERİ VE KONTROL PRİMİNİN  
TESPİTİNE İLİŞKİN DEĞERLEME RAPORU**

*Gizli ve Kişiyeye Özeldir*

**ANELYAPI GAYRİMENKUL ANONİM ŞİRKETİ  
ŞİRKET DEĞERİ VE KONTROL PRİMİNİN TESPİTİNE İLİŞKİN  
DEĞERLEME RAPORU**

**1. Raporun Amacı ve Kapsamı**

**Verusaturk Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. (Verusaturk) tarafından HLB Saygın Yeminli Mali Müşavirlik ve Bağımsız Denetim A.Ş.** (izleyen bölümde "HLB" olarak anılmıştır) ' den talep edilen, Anel Telekomünikasyon Elektronik Sistemleri Sanayi ve Ticaret A.Ş. ile Anel Elektrik Proje Taahhüt ve Ticaret A.Ş. arasındaki 11.07.2014 tarihli finansal varlık (hisse senedi) satışına konu, kontrol primi içeren **ANELYAPI Gayrimenkul A.Ş.** '(izleyen bölümde **ANELYAPI** olarak anılmıştır)'nin % 7,5 oranındaki hissesinin gerçek değerinin tespitine yönelik olarak, **ANELYAPI'nın** 30.06.2014 tarihi itibarıyla Özkaynak Değerinin ve söz konusu hisse satışında gözönüne alınması gereken Kontrol Primi değerinin hesaplanmasıdır.

VERUSATURK, Borsada işlem gören halka açık konumdaki Anel Telekomünikasyon Elektronik Sistemleri Sanayi ve Ticaret A.Ş.'nin (izleyen bölümde **ANEL TELEKOM**" olarak anılmıştır) % 37,80 pay oranıyla en büyük ortağı sıfatıyla Raporun konusunu oluşturan işlem hakkında bir değerlendirme raporu talep etmiştir. Raporun konusunu oluşturan işlem, "Anel Telekom Yönetim Kurulu'nun 11.07.2014 tarihli kararı ile Anel Telekom'un % 55 payına sahip olduğu **ANELYAPI'nın** % 7,5'luk payının (kontrol primini içeren 3.300.000 adet pay) hakim ortak konumundaki diğer grup şirketi olan **Anel Elektrik Proje Taahhüt Ve Ticaret A.Ş.** (izleyen bölümde "**ANEL ELEKTRİK**")' ye toplam 4.125.000 TL bedelle satılmasıdır.

**ANEL ELEKTRİK**, 11.07.2014 tarihinde almış olduğu yönetim kurulu kararına istinaden bağlı ortaklığı olan Anelyapı'nın sermayesinde sahip olduğu 17.600.000 TL nominal bedelli paylarına ilave olarak iştiraki olan Anel Telekom'dan 3.300.000 adet nominal bedelli hisseyi 1,25 TL /adet fiyattan 4.125.000 TL bedelle satın almıştır.

# ANELYAPI GAYRİMENKUL ANONİM ŞİRKETİ ŞİRKET DEĞERİ VE KONTROL PRİMİNİN TESPİTİNE İLİŞKİN DEĞERLEME RAPORU

Gizli ve Kişiyeye Özeldir

## 2. Değerleme Varsayımları

Bu Raporun konusunu oluşturan firma hisse senedi değerlemesinin varsayımları aşağıda belirtilmiştir:

- ANELYAPI'nın Özsermaye Değerinin hesaplanmasında "Borsa Çarpanları" ve "Net Aktif Değer" yöntemlerinin kullanılması uygun ve yeterli bulunmuştur.
- Borsa Çarpanları yöntemi ile değerlemede, satış işlemi 11.07.2014 tarihinde yapıldığı için 30.06.2014 tarihi itibarıyla Borsa İstanbul'da işlem gören Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının piyasa değerlerinden oluşan çarpanlar değerlendirmeye alınmıştır.
- Net Aktif Değer yöntemine göre değerlemede ise, ANELYAPI'nın 31.12.2013 tarihi itibarıyla Uluslararası Finansal Raporlama Standartlarına göre hazırlanmış mali tabloları kullanılmıştır.
- "Borsa Çarpanları" ve "Net Aktif Değer" yöntemleri kullanılarak ulaşılan **Özkaynak Değerleri** eşit olarak ağırlıklandırılarak **Nihai Özkaynak Değeri** hesaplanmış, bu değer esas alınmak üzere Kontrol Primi değeri hesaplanarak bu değeri içeren ANELYAPI'nın ANEL ELEKTRİK'E satışa konu % 7,5 oranındaki hisse değeri belirlenmiştir.

## 3. Şirket Hakkında Genel Bilgi

- ANELYAPI Gayrimenkul A.Ş., 2007 yılında esas amacı Anel Grubu'nun merkezinin de bulunduğu Ümraniye Anel İş Merkezi'nin yapımı üzere kurulmuştur. Daha sonra gayrimenkul kiralama ve yüksek teknolojiye sahip akıllı ve çevreci binalardan biri olan Anel İş Merkezi'nin bina işletme faaliyetlerini sürdürmüştür. 2010 - 2011 yıllarında Kuyaş Kuyumcukent projesini kurmuş olduğu "Anel Sera Adi ortaklığı" vasıtasıyla gerçekleştirmiştir.
- ANELYAPI halen asli faaliyet alanı olarak portföyünde bulunan gayrimenkullerin kiralama faaliyetinde bulunmaktadır. Sözkonusu gayrimenkuller: Koşuyolu Ofisi, Yeşilköy EGS Blokları'nda 6 adet ofis ve Şirketin merkezinin de yer aldığı Ümraniye'de bulunan Anel İş Merkezi'dir. Ayrıca Anel Grubunun servis, güvenlik, yemek gibi bazı hizmetleri de ANELYAPI tarafından yürütülmektedir.
- ANELYAPI'nın portföyündeki Anel İş Merkezi, 19 kat, toplam 62 382 m<sup>2</sup> ve 22 566 m<sup>2</sup> kiralanabilir alanıyla, 450 araçlık otopark kapasitesine sahip olup 26 adet ofis ve 3 adet dükkanın mülkiyeti bağımsız bölüm olarak ANELYAPI'ya aittir. Anel İş Merkezi'nde uzun süreli kira kontratları bulunan kurumsal kiracılar bulunmaktadır.



**ANELYAPI GAYRİMENKUL ANONİM ŞİRKETİ  
ŞİRKET DEĞERİ VE KONTROL PRİMİNİN  
TESPİTİNE İLİŞKİN DEĞERLEME RAPORU**

*Gizli ve Kişiyeye Özeldir*

- Şirket portföyündeki gayrimenkullerin nitelik ve değerleri aşağıdaki gibidir:

Gayrimenkulün Yeri ve Tanımı	Özelliği	Değeri (TL)	Değerleme Ekspertizi	Değerleme Tarihi
ANEL İş Merkezi (874 ada/99 Parsel)	26 adet Ofis/3 adet Dükkan	130.606.000	Artı G.Menkul Değerleme A.Ş.	31.12.2013
Koşuyolu Ofis Binası- Kadıköy	1 adet Ofis Binası	2.676.000	TSKB G.Menkul Değerleme A.Ş.	01.03.2013
EGS Blokları- Yeşilköy	6 adet Ofis	3.647.000	TSKB G.Menkul Değerleme A.Ş.	01.03.2013
		<b>136.929.000</b>		

Şirket'in 2009 yılında taahhüt edilerek ¼ ü ödenen ve 2011 yılından itibaren tamamı ödenmiş olan 44.000.000 TL sermayesi halen aynı tutarı korumakta olup, 31.12.2013 tarihi itibarıyla ortaklık yapısı aşağıdaki şekildedir:

Hissedarın Adı	Sermaye Tutarı (TL)	Hisse Adedi	Hisse Oranı (%)
Anel Telekomünikasyon Elektronik Sistemleri Sanayi ve Tic. A.Ş.	24.200.000	24.200.000	55,00
Anel Elektrik Proje Taah. Ve Tic. A.Ş.	17.600.000	17.600.000	40,00
Mahir Kerem Çelikel	770.000	770.000	1,75
Merve Şirin Çelikel	770.000	770.000	1,75
Rıdvan Çelikel	440.000	440.000	1,00
Avniye Mukaddes Çelikel	220.000	220.000	0,005
<b>Toplam</b>	<b>44.000.000</b>	<b>44.000.000</b>	<b>100,00</b>

ANEL TELEKOM Yönetim Kurulu'nun 11.07.2014 tarihli yönetim kurulu kararı ile % 7.5 oranındaki payının (3.300.000 adet pay) ANEL ELEKTRİK'E satılması sonucunda hisse adet ve oranları aşağıdaki şekle dönüşmüştür:

**ANELYAPI GAYRİMENKUL ANONİM ŞİRKETİ  
ŞİRKET DEĞERİ VE KONTROL PRİMİNİN  
TESPİTİNE İLİŞKİN DEĞERLEME RAPORU**

*Gizli ve Kişiyeye Özeldir*

Hissedarın Adı	Sermaye Tutarı (TL)	Hisse Adedi	Hisse Oranı (%)
Anel Telekomünikasyon Elektronik Sistemleri Sanayi ve Tic. A.Ş.	20.900.000	20.900.000	47,50
Anel Elektrik Proje Taah. Ve Tic. A.Ş.	20.900.000	20.900.000	47,50
Mahir Kerem Çelikel	770.000	770.000	1,75
Merve Şirin Çelikel	770.000	770.000	1,75
Rıdvan Çelikel	440.000	440.000	1,00
Avniye Mukaddes Çelikel	220.000	220.000	0,005
<b>Toplam</b>	<b>44.000.000</b>	<b>44.000.000</b>	<b>100,00</b>

Hissedarlardan Borsa İstanbul'da kayıtlı bir şirket olan ANEL TELEKOM bu işlem sonucunda Türk Ticaret Kanunu'nun 195 inci maddesi anlamında hâkim şirket pozisyonunu ve kontrol imkanını kaybetmiştir. ANEL ELEKTRİK ise hâkim ortakları olan Rıdvan Çelikel, Mahir Kerem Çelikel, Merve Şirin Çelikel ve Avniye Mukaddes Çelikel ile birlikte **hâkim şirket konumunu** kazanmıştır.

**4. Değerlemede Kullanılan Belge ve Bilgiler**

ANELYAPI'nın Borsa Çarpanlarına göre değerlemesinde, satış işlemi 11.07.2014 tarihinde yapıldığı için 30.06.2014 tarihi itibarıyla Borsa İstanbul'da işlem gören Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına ilişkin çarpanlardan uygun görülenler kullanılmıştır.

Borsa İstanbul'da işlem gören Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları ANELYAPI ile karşılaştırılabilir niteliğinde olduğundan tüm şirketler değerlendirmeye alınarak, bu şirketlerin 30.06.2014 tarihi itibarıyla Borsa kapanış fiyatları ve faaliyet raporlarında açıklanan özkaynak değerleri üzerinden Piyasa Değeri / Defter Değeri çarpanları hesaplanarak ortalama çarpanlar üzerinden ANELYAPI için karşılaştırmalı Özsermaye Değeri hesaplanmıştır.

- ANELYAPI'nın Net Aktif Değer yöntemine göre değerlemesinde, ANELYAPI'nın Anel Telekom tarafından Kamuoyu Aydınlatma Platformunda (KAP) 24.12.2014 tarihinde yayımlanan ve Arkan Ergin Uluslararası Bağımsız Denetim ve SMMM A.Ş. tarafından hazırlanan ANELYAPI Gayrimenkul A.Ş. Değerleme Raporu'nda yer alan Uluslararası Finansal Raporlama Standartları (UFRS)'na uyumlu 31.12.2013 mali tabloları kullanılmıştır.

**ANELYAPI GAYRİMENKUL ANONİM ŞİRKETİ**  
**ŞİRKET DEĞERİ VE KONTROL PRİMİNİN**  
**TESPİTİNE İLİŞKİN DEĞERLEME RAPORU**

*Gizli ve Kişiyeye Özeldir*

**5. Değerlemeye Esas Şirket Mali Tabloları**

**SON ÜÇ YIL BİLANÇOLARI**

**ANELYAPI BİLANÇOLARI (TL)**

<b>AKTİF (TL)</b>	<b>31.12.2011</b>	<b>31.12.2012</b>	<b>31.12.2013</b>
<b>Dönen Varlıklar</b>	<b>64.277.709</b>	<b>16.091.511</b>	<b>17.878.794</b>
Nakit ve Nakit Benzerleri	26.124.190	1.666.161	2.689.031
Ticari Alacaklar	25.574.182	2.165.377	5.741.044
Diğer Alacaklar	763.517	370.039	225.000
Stoklar	102.931	35.597	-
Peşin Ödenmiş Gelirler	-	242.557	228.845
Cari Dönem Vergileriyle İlgili Varlıklar	-	3.610.674	3.475.786
Diğer Dönen Varlıklar	11.712.889	8.001.106	5.519.088
<b>Duran Varlıklar</b>	<b>169.904.751</b>	<b>126.503.539</b>	<b>143.069.296</b>
Diğer Alacaklar	112.403	45.819	45.819
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Varlıklar	-	9.184	(15.630)
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	116.635.000	119.986.000	136.923.000
Maddi Duran Varlıklar	2.030.777	2.110.070	1.848.825
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	-	15.028	13.957
Peşin Ödenmiş Giderler	-	111.425	-
Ertelenmiş Vergi Varlığı	47.060.746	4.226.013	4.253.325
Diğer Duran Varlıklar	4.065.825	-	-
<b>TOPLAM VARLIKLAR</b>	<b>234.182.460</b>	<b>142.595.050</b>	<b>160.948.090</b>

**PASİF (TL)**

<b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>64.993.495</b>	<b>19.428.050</b>	<b>29.034.637</b>
Mali Borçlar	28.365.263	9.256.762	14.987.941
Ticari Borçlar	11.774.410	6.668.911	3.735.761
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamındaki Borçlar	-	4.624	1.606
Diğer Borçlar	1.921.221	2.055.097	6.691.592
Ertelenmiş Gelirler	-	1.439.661	3.616.710
Kısa Vadeli Karşılıklar	20.501	2.905	1.027
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	22.912.100	90	-
<b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>127.533.213</b>	<b>75.921.126</b>	<b>85.174.341</b>
Uzun Vadeli Borçlanmalar	80.242.098	68.890.244	71.501.404
Ertelenmiş Gelirler	-	1.680.196	4.261.834
Uzun Vadeli Karşılıklar	2.797	1.848	1.077
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	45.345.885	5.348.838	9.410.026
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	1.942.433	-	-

HLB Saygın YMM ve Bağımsız Denetim A.Ş.  
Member of HLB International

Sayfa 11



**ANELYAPI GAYRİMENKUL ANONİM ŞİRKETİ**  
**ŞİRKET DEĞERİ VE KONTROL PRİMİNİN**  
**TESPİTİNE İLİŞKİN DEĞERLEME RAPORU**

*Gizli ve Kişiyeye Özeldir*

<b>ÖZKAYNAKLAR</b>	<b>41.655.752</b>	<b>47.245.874</b>	<b>46.739.112</b>
Ödenmiş Sermaye	44.000.000	44.000.000	44.000.000
Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler	355.578	353.490	353.381
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	5.629	5.629	5.629
Geçmiş Yıllar Kar/(Zararları)	(1.733.414)	(2.708.142)	2.886.755
Net Dönem Karı/(Zararı)	(972.041)	5.594.897	(506.653)
<b>TOPLAM KAYNAKLAR</b>	<b>234.182.460</b>	<b>142.595.050</b>	<b>160.948.090</b>

**SON ÜÇ YIL GELİR TABLOLARI**

<b>ANELYAPI GELİR TABLOLARI (TL)</b>	<b>01.01-31.12.2011</b>	<b>01.01-31.12.2012</b>	<b>01.01-31.12.2013</b>
<b>Hasılat</b>	<b>75.314.328</b>	<b>12.060.314</b>	<b>10.312.825</b>
Satışların Maliyeti	(63.687.791)	(3.154.145)	(1.842.790)
<b>BRÜT KAR /ZARAR</b>	<b>11.626.537</b>	<b>8.906.169</b>	<b>8.470.035</b>
Genel Yönetim Giderleri (-)	(2.016.782)	(1.866.361)	(1.214.360)
Pazarlama Giderleri (-)	-	-	-
Araştırma ve Geliştirme Giderleri (-)	-	-	-
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	8.422.987	510.489	1.698.277
Esas Faaliyetlerden diğer Giderler (-)	(23.332)	(11.939)	(1.074.515)
<b>ESAS FAALİYET KARI (ZARARI)</b>	<b>18.009.410</b>	<b>7.538.358</b>	<b>7.879.437</b>
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	-	3.117.298	17.701.483
Özkaynak yöntemiyle Değerlenen Yatırım Payları	-	( 597.556)	(24.814)
<b>FİNANSMAN GELİR VE GİDERİ ÖNCESİ FAALİYET KARI</b>	<b>18.009.410</b>	<b>10.058.100</b>	<b>25.556.106</b>
Finansman Gelirleri	21.171.049	9.679.394	9.447.823
Finansman Giderleri	(41.581.700)	(11.898.934)	(31.476.679)
<b>SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER ÖNCESİ KAR/ZARAR</b>	<b>( 2.401.241)</b>	<b>7.838.560</b>	<b>3.527.250</b>
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Geliri (Gideri)	1.429.200	(2.243.663)	(4.033.933)
<b>DÖNEM KARI (ZARARI)</b>	<b>( 972.041)</b>	<b>5.594.897</b>	<b>( 506.653)</b>

Önceki yıllarda gayrimenkul kiralama dışında taahhüt, servis, yemek, temizlik gibi hizmetler de yürüten Şirketin 2013 yılında bu faaliyetleri terk etmesi nedeniyle gerek hasılatı, gerekse maliyetleri önemli ölçüde düşüş kaydetmiştir. Şirket faaliyetleri 2011 ve 2013 yıllarında zararlı sonuçlanmıştır.

Esas faaliyet gelirini oluşturan kira hasılatlarının çoğunluğunun yabancı paralara (ağırlıklı olarak Euro'ya) endeksli olması nedeniyle kur değişimlerinden önemli ölçüde etkilenmektedir.

Şirket mali tablolarında yeralmayan bazı önemli bilgiler aşağıdadır: Şirket gayrimenkulleri üzerinde (ANEL İş Merkezi) Yapı ve Kredi Bankası lehine 13.10.2010 tarihli 48.000.000 Euro bedelli birinci derecede ipotek ve (Koşuyolu Ofis binası üzerinde) 22.10.2009 tarihli 64.978 TL kamu borcuna ilişkin Kamu haczi bulunmaktadır.

HLB Saygın YMM ve Bağımsız Denetim A.Ş.  
Member of HLB International

Sayfa 12



# ANELYAPI GAYRİMENKUL ANONİM ŞİRKETİ ŞİRKET DEĞERİ VE KONTROL PRİMİNİN TESPİTİNE İLİŞKİN DEĞERLEME RAPORU

Gizli ve Kişiyeye Özeldir

## 6. Uygulanan Değerleme Yöntemleri

Değerleme çalışmamıza esas alınan, yukarıda özetlenmiş olan mali tablolar ve Değerleme Raporumuzda yer alan diğer mali bilgiler ANEL TELEKOM'un Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP)'nda Özel Açıklamalar şeklinde kamuya açıklanmış olan Türkiye Sınai Kalkınma Bankası (6 Aralık 2014 tarihli) ve Arkan & Ergin firmaları tarafından (22 Aralık 2014 tarihli) hazırlanmış ANELYAPI Gayrimenkul A.Ş. Değerleme Raporlarından alınmıştır. Söz konusu Değerleme Raporlarında Bilgili Bağımsız Denetim ve YMM A.Ş. tarafından denetlenmiş 31.12.2013 tarihli mali raporları bu Değerleme çalışmamızda da veri olarak kullanılmıştır.

Şirket Değeri / Net Satışlar ve Fiyat /Kazanç Oranı yöntemleri verilerine ulaşılan karşılaştırılabilir şirketlerin yıllar itibarıyla söz konusu oranları önemli ölçüde farklılık ve oynaklık gösterdiği için çalışmamızda kullanılmamış, indirgenmiş nakit akımı yöntemi ise sektörü yönünden şirketin değerinin belirlenmesi açısından uygun görülmediğinden uygulanmamıştır. Bu nedenle, Şirket değerinin belirlenmesinde Net aktif değer yöntemi ve Piyasa çarpanları yöntemlerinin uygulanması uygun ve yeterli bulunmuştur.

## 7. Şirket Değerinin Belirlenmesi

### a) Net Aktif Değer Yöntemi

Net Aktif Değer, şirketin varlıklarından borçlarının mahsup edilmesi sonucu ulaşılan şirket değeridir. Yöntem, şirket değerinin özvarlıklar tarafından belirleneceğini varsayım olarak kabul etmektedir.

AKTİF (TL)	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013
Dönen Varlıklar	64.277.709	16.091.511	17.878.794
Duran Varlıklar	169.904.751	126.503.539	143.069.296
<b>TOPLAM VARLIKLAR</b>	<b>234.182.460</b>	<b>142.595.050</b>	<b>160.948.090</b>
PASİF (TL)			
Kısa Vadeli Yükümlülükler	64.993.495	19.428.050	29.034.637
Uzun Vadeli Yükümlülükler	127.533.213	75.921.126	85.174.341
<b>ÖZKAYNAKLAR</b>	<b>41.655.752</b>	<b>47.245.874</b>	<b>46.739.112</b>
<b>TOPLAM KAYNAKLAR</b>	<b>234.182.460</b>	<b>142.595.050</b>	<b>160.948.090</b>

Uluslararası Finansal Raporlama Standartları (UFRS)'na uygun 31.12.2013 tarihli ANELYAPI bilançosundan Şirket Net aktif değeri 46.739.112 TL olarak belirlenmektedir.

Şirket varlıkları uluslararası finansal raporlama standartlarına uygun olarak belirlenirken, duran varlıklar gerçeğe uygun değer yöntemi ile değerlendirilmiş ve Gayrimenkul değerlendirme firmaları tarafından söz konusu değerler doğrulanmıştır.

HLB Saygın YMM ve Bağımsız Denetim A.Ş.  
Member of HLB International



Sayfa 13

# ANELYAPI GAYRİMENKUL ANONİM ŞİRKETİ ŞİRKET DEĞERİ VE KONTROL PRİMİNİN TESPİTİNE İLİŞKİN DEĞERLEME RAPORU

Gizli ve Kişiyeye Özeldir

Bu nedenle Değerleme çalışmamız sırasında sözkonusu mali tablolarda herhangi bir düzeltme veya sınıflandırma yapılmaksızın 31.12.2013 tarihi itibarıyla (2011 yılında) ödenmiş 44 milyon TL sermayesi bulunan Şirketin özkaynak değeri 31.12.2013 tarihli bilançosundan aynen alınarak (46,7 Milyon TL) olarak değerlendirilmiştir.

## b) Piyasa Çarpanları Yöntemi

Piyasa çarpanları yaklaşımı, genel olarak, değerlemeye konu Şirket'in ekonomik, finansal, sektörel (ayrıca yasal, kurumsal) verilerinden yola çıkılarak, benzer sektörlerde yer alan, oluşmuş piyasa fiyatlarına göre beklenen şirket değerinin tahmini yöntemidir. Yöntemde oluşmuş piyasa fiyatları olarak organize piyasalar (Menkul Kıymet Borsaları) esas alınmaktadır.

**TABLO 1. BORSA İSTANBUL'DA İŞLEM GÖREN GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARI 30 HAZİRAN 2014 TARİHİ İTİBARIYLA PİYASA DEĞERİ /DEFTER DEĞERİ ORANLARI(\*)**

FİRMA ADI	Sermaye	Hisse Değeri	Piyasa Değeri	Özkaynak Değeri	PD/DD
AKFEN GYO	184.000	1.31	241.040	906.449	0.27
AKMERKEZ GYO	37.264	16.20	603.677	179.261	3.37
AKIŞ GYO	128.201	2.35	301.272	728.478	0.41
ALARKO GYO	10.651	19.94	212.381	383.587	0.55
ATAKULE GYO	84.000	1.25	105.000	247.736	0.42
AVRASYA GYO	72.000	0.92	66.240	90.978	0.73
ATA GYO	23.750	1.25	29.688	27.169	1.09
DENİZ GYO	50.000	2.61	130.500	171.727	0.76
DOĞUŞ GYO	227.208	4.82	1.095.143	621.153	1.76
EMLAK KONUT GYO	3.800.000	2.66	10.108.000	8.372.173	1.21
HALK GYO	697.900	1.09	760.711	785.356	0.97
İDEALİST GYO	10.000	2.00	20.000	8.653	2.31
İŞ GYO	680.400	1.30	884.520	1.166.044	0.76
KİLER GYO	124.000	1.07	132.680	302.700	0.44
KÖRFEZ GYO	66.000	1.19	78.540	49.308	1.59
MARTI GYO	110.000	0.38	41.800	122.594	0.34
NUROL GYO	40.000	4.09	163.600	50.538	3.24
ÖZDERİCİ GYO	100.000	1.25	125.000	117.037	1.07



**ANELYAPI GAYRİMENKUL ANONİM ŞİRKETİ**  
**ŞİRKET DEĞERİ VE KONTROL PRİMİNİN**  
**TESPİTİNE İLİŞKİN DEĞERLEME RAPORU**

*Gizli ve Kişiyeye Özeldir*

ÖZAK GYO	157.000	15,68	2.461.760	582.515	4,23
PANORA GYO	87.000	3,88	337.560	645.979	0,52
PERA GYO	89.100	0,42	37.422	152.353	0,25
REYSAŞ GYO	240.000	0,57	136.800	134.840	1,01
SAF GYO	886.601	1,17	1.037.323	1.075.508	0,96
SINPAŞ GYO	600.000	0,85	510.000	1.099.348	0,46
SERVET GYO	52.000	1,08	56.160	195.825	0,29
TORUNLAR GYO	500.000	3,41	1.705.000	3.229.026	0,53
TSKB GYO	150.000	0,67	100.500	211.859	0,47
VAKIF GYO	106.200	3,03	321.786	535.870	0,60
YENİGİMAT GYO	53.760	14,08	756.941	1.445.750	0,52
YEŞİL GYO	235.116	0,44	103.451	564.690	0,18
YAPIKREDİ KORAY GYO	40.000	1,44	57.600	45.000	1,28
<b>ORTALAMA</b>	<b>370.852</b>	<b>4,32</b>	<b>873.927</b>	<b>932.673</b>	<b>1,05</b>
<b>MEDYAN</b>					<b>0,73</b>

(\*) İlgili şirketlerin 30 Haziran 2014 tarihli KAP'ta açıklanan Bilanço değerleri ve 30.6.2014 tarihli Borsa İstanbul kapanış değerleri esas alınarak tarafımızdan hesaplanmıştır.

Piyasa çarpanları yönteminin uygulanması sonucunda, Şirket Özkaynak (Net aktif) Değerinin yukarıda Tablo 1.de belirtilen, Borsa İstanbul'da işlem gören tüm Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının piyasa değeri/defter değeri ortalaması olan 1.05 oranında artırılması suretiyle bulunan piyasa çarpanları değeri **49,0 Milyon TL olarak belirlenmektedir.**

Değerleme çalışmamız sonucunda; Piyasa çarpanları yöntemi ile belirlenen **49,0 Milyon TL** Şirket değeri ile Net aktif değer yöntemiyle kabul edilen **46,7 Milyon TL'nin** eşit olarak ağırlıklandırılması suretiyle 30.06.2014 tarihi itibarıyla **ANELYAPI şirket değeri 47,9 Milyon TL** olarak hesaplanmaktadır.

**ANELYAPI GAYRİMENKUL ANONİM ŞİRKETİ**  
**ŞİRKET DEĞERİ VE KONTROL PRİMİNİN**  
**TESPİTİNE İLİŞKİN DEĞERLEME RAPORU**

*Gizli ve Kişiyeye Özeldir*

**8. Kontrol Priminin Belirlenmesi**

Bir sermaye şirketinin mevcut hissedarları veya yeni ortaklar tarafından diğer kişilere ait hisseler satın alınarak kontrol gücüne sahip olunması, şirket piyasa değerinin belirli bir oranında ilave değer kazanılması, kontrol primi (control premium) olarak tanımlanmaktadır. Kontrol primi belirli bir hisseye sahip olma sonucunda ortaya çıkmakta ve bu primin düzeyi, öncelikle, belirli bir tarih itibarıyla kontrolü elde edilen şirketin sektörü, statüsü ve pazar pozisyonu, elde eden ortağın gücü ve piyasadaki güvenilirliği gibi faktörlerden etkilenmektedir.

Değerleme çalışmamızda, ANEL YAPI'nın %7,5 oranındaki ANEL TELEKOM şirketinin mülkiyetindeki B grubu hisselerinin ANEL Grubu şirketlerinden olan ANEL ELEKTRİK şirketine satışı suretiyle şirketin kontrolünün ANEL ELEKTRİK şirketine geçmesiyle ortaya çıkan kontrol priminin değerlendirilmesi gerçekleştirilmiştir.

Söz konusu hisse devir işlemine taraf olan her ikisi halka açık olan alıcı ve satıcı şirketlerin hisse oranları işlem tarihi (11.07.2014) itibarıyla aşağıdaki gibidir.

ANEL TELEKOM	HİSSE ORANLARI (%)
Verusaturk Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.	29,90
Halka arz (2005)	25,96
ANEL Elektrik	26,59
Rıdvan Çelikel	9,35
Eldenbar International Inc. (2014:Kavine Ltd.)	8,20
<b>Toplam</b>	<b>100,00</b>

ANEL ELEKTRİK	HİSSE ORANLARI (%)
Halka arz (2010)	50,58
Rıdvan Çelikel	42,86
Avniye M. Çelikel	5,16
Diğer Ortaklar	1,40
<b>Toplam</b>	<b>100,00</b>

Kontrol unsuru, bir hissedara (veya hissedar grubuna), konsolidasyon yoluyla şirket aktiflerini büyütme, yönetimi belirleme ve ödüllendirme, kar dağıtımına ve/veya sermaye artırımına karar verme, varlıklarını teminat gösterme, birleşme, bölünme ve tasfiye kararları alabilme, grup yönetim giderlerinden pay verme, uzun süreli sözleşmeler, fiyat politikası ve satış şartları belirleme gibi çok önemli konularda ayrıcalık tanımaktadır. Bu anlamda kontrol primi, hisse alımı yoluyla kontrolü elde eden tarafın sağladığı ilave faydanın değerini oluşturmaktadır.



# ANELYAPI GAYRİMENKUL ANONİM ŞİRKETİ

## ŞİRKET DEĞERİ VE KONTROL PRİMİNİN

### TESPİTİNE İLİŞKİN DEĞERLEME RAPORU

Gizli ve Kişiyeye Özeldir

Mevcut kontrol sahibi ortakların kontrolü kaybetmeleri veya kontrolden vazgeçmeleri de kendileri açısından bir kontrol kaybı azınlık iskontosu (minority discount) anlamına gelmektedir. Bu anlamda bir hissedarın şirketin kontrolünü ele geçirmesine neden olan işlemde, diğer ortakların kayıplarının toplam hisse bedeline kontrol primi ilave edilerek telafi edilmesi gerekmektedir.

**Bir hissedar açısından kontrolü sağlayan hisse devri işlemi, % 51 oranındaki bir hisse alımı olabildiği gibi, % 10 ve hatta % 1 oranında hisse alımı ile de sağlanabilmektedir. Kontrol gücü her bir hisseye değil, belirli bir hisse oranına sahip olmaya ilişkin olduğundan, kontrol primi tutarının da, birim hisse değeri üzerinden değil, şirketin kontrol gücüne sahip olmanın toplam değeri üzerinden hesaplanması gerektiği ve birim hisse değeri artışından farklı ve bağımsız olduğu açıktır.**

**Dünyada Kontrol Primi Uygulamaları:** Gayrimenkul sektöründeki kontrol primi hesaplamalarına ilişkin düzenli olarak yayımlanan Mergerstat raporları (The FactSet Mergerstat / BVR Control Premium Study 2013-2014) ve RSM Bird Cameron araştırmaları (2013) bu oranın gayrimenkul sektörü halka açık şirketleri için en az % 20 düzeyinde olduğunu ortaya koymaktadır. (Tablo 2). Çalışmamızda Türkiye gayrimenkul piyasası ile karşılaştırılabilir nitelikte bulunan Birleşik Krallık (İngiltere) gayrimenkul sektöründe son yıllarda gerçekleşen işlemlerde oluşan kontrol primleri değerlendirilerek emsal oluşturabilecek nitelikte bulunmuştur.

**Tablo 2. BİRLEŞİK KRALLIK (İNGİLTERE) PİYASASINDA GAYRİMENKUL SEKTÖRÜNDE KONTROL PRİMLERİ (\*)**

	ALICI FİRMA	HEDEF FİRMA	
1	North Row Estates PLC	Frogmore Estates PLC	0,27
2	G2 Estates Ltd	Greycoat PLC	0,11
3	Thayer Properties Ltd	Burford Holdings PLC	0,15
4	Chepstow PLC	Barlows PL C	0,23
5	Hemmerson PLC	Grandchester Holdings PLC	0,14
6	Woodwale Estates Ltd	City Site Estates PLC	0,46
7	Pillar Property	Wates City of London Properties PLC	0,45
8	Pathfinder Properties PLC	Pathfinder Recovery 1 PLC	0,24
9	Basepoint PLC	Aerospace Homes Assured Tenancies PLC	2,97
10	BEP Property Holdings LTd	Bourne and Properties Ltd	0,10
11	Rodinheights Ltd	Green Property PLC	0,13

**ANELYAPI GAYRİMENKUL ANONİM ŞİRKETİ**  
**ŞİRKET DEĞERİ VE KONTROL PRİMİNİN**  
**TESPİTİNE İLİŞKİN DEĞERLEME RAPORU**

*Gizli ve Kişiyeye Özeldir*

12	Chambercroft Ltd	Saville Gordon Estates PLC	0,17
13	Solo Estates PLC	UK Land PLC	0,07
14	Rambridge Ltd	Dunloe Ewart PLC	0,82
15	DV4 Ltd / Area Property Partners Ltd/	Minerva PLC	0,54
16	Halifax (Clerical Medical Group Ltd)	Lands Improvements Holding PLC	0,30
	<b>Ortalama</b>		<b>0,45</b>
	<b>Medyan</b>		<b>0,24</b>

Yukarıdaki **Tablo 2.**'den görüleceği üzere Factsheet Mergerstat (2014) veri tabanından tarafımızdan derlenen Birleşik Krallık (İngiltere) gayrimenkul sektöründe kontrol primi, ortalama % 45, medyan değeri % 24 olarak belirlenirken, dünya ölçeğinde tespit edilen kontrol primi işlemlerinin ortalaması % 31, medyan değeri ise aynı veri tabanında % 19 olarak ortaya çıkmaktadır.

Ayrıca, yasal düzenlemelerle küçük ortakların haklarının hakim ortağa karşı daha etkin olarak korunduğu borsaya kayıtlı şirketlere nazaran kontrol primi diğer şirketlerde (kapalı şirketler) daha da yüksek değer taşımaktadır. Gayrimenkul sektörü yönünden, borsada işlem görmeyen bir şirketin kontrol primi olarak **% 20 oranı bir minimum oluşturmaktadır.**

**Öte yandan, hedef şirketin alıcı şirket tarafından konsolide edilmesine yönelik (conglomerate) kontrol amaçlı hisse transferlerinde kontrol primi diğer (dikey entegrasyon, yatay entegrasyon ve finansal amaçlı) işlemlere göre daha yüksek kabul edilmektedir.** ABD Mahkemeleri 1995 ten bu yana özellikle halka açık olmayan şirketlerin kontrol hisselerinin transferinde kontrol primi ödenmesine karar vermektedir. Değerleme konumuzu oluşturan işlemde hisse devrinin finansal (hisselerden getiri sağlamaya yönelik) olmadığı gibi, alıcı şirketin faaliyet konusu yönünden (yatay ya da dikey) entegrasyon amaçlı olmadığı açıktır. ANEL Elektrik şirketinin ANELYAPI şirketini gruba konsolide etme (conglomerate) amaçlı bir hisse alımı yaptığı görülmektedir.

**9. Değerlemenin Sonucu**

**Değerleme çalışmamızda, 30.06.2014 tarihi itibarıyla;**

- ANELYAPI şirketi için 47,9 Milyon TL Özkaynak Değerine ulaşarak;**
- %7,5'lük Hisse Satışında Özkaynak Değerinin en az % 20'si oranında (9,59 Milyon TL) Kontrol Primi oluşması gerektiği ve,**
- Kontrol Primi'nin (9,59 Milyon TL) devre konu hisse değerine ayrıca eklenmesi gerektiği**

**sonuçlarına varılmıştır.**

HLB Saygın YMM ve Bağımsız Denetim A.Ş.  
Member of HLB International

Sayfa 18



**ANELYAPI GAYRİMENKUL ANONİM ŞİRKETİ  
ŞİRKET DEĞERİ VE KONTROL PRİMİNİN  
TESPİTİNE İLİŞKİN DEĞERLEME RAPORU**

*Gizli ve Kişiyeye Özeldir*

**10. Kaynaklar:**

Raporumuzda aşağıdaki kaynaklardan yararlanılmıştır;

1. Bradford Cornell, **Guideline Public Company Valuation and Control Premiums: An Economic Analysis**, California Institute of Technology January 29, 2013. ([http://people.hss.caltech.edu/~bcornell/PUBLICATIONS/2013 %20Cornell %20-%20Control%20Premiums.pdf](http://people.hss.caltech.edu/~bcornell/PUBLICATIONS/2013%20Cornell%20-%20Control%20Premiums.pdf)- erişim 5.1.2014)
2. Alexander Dyck, Luigi Zingales, **Private Benefits of Control: An International Comparison**, University of Chicago, November 2001
3. Craig Doidge, G. Andrew Karolyi, Karl V. Lins, Darius P. Miller, Ren´E M. Stulz. **Private Benefits of Control, Ownership, and the Cross-listing Decision** , Journal of Finance, Vol. Lxiv, No. 1 • February 2009
4. Dan J. Jordan, Paul Hoppe, **Is The Mergerstat Control Premium Overstated?** , Golden Gate University.
5. **Business Valuation Resources (BVR)**, FactSet Mergerstat/ BVR Control Premium Study 2014.
6. **RSM Bird Cameron, 2013 Control Premium Study.** <http://www.rsmi.com.au/RSMBC/media/RSMBC/Publications/Control-Premium-Study/2013-Control-Premium-study.pdf>, erişim 5.1.2014.
7. **ANELYAPI A.Ş Şirket Anasözleşmesi ve Genel Kurullarına ilişkin Türk Ticaret Sicili Gazeteleri (2007- 2013).**
8. Arkan- Ergin Uluslararası Bağımsız Denetim ve SMMM A.Ş. tarafından hazırlanan **ANELYAPI Gayrimenkul A.Ş. Değerleme Raporu**'nda yer alan bağımsız denetimden geçmiş 31.12.2013 mali tabloları kullanılmıştır.
9. **Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP) Özel Açıklamaları**
10. **Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Dönem içi ve Dönem sonu Faaliyet Raporu ve Finansal Raporları**
11. **GYODER Raporları.**

